

第 35 章 結論：ファイナンス理論の現状と課題

2014 年 7 月 2 日

担当：高橋

35.1 ファイナンス理論における最も重要な 7 つの考え方

1. 純現在価値

純現在価値（以下、NPV）は、あるプロジェクトを行う際、費用以上の価値があるかどうかである。NPV は、そのプロジェクトが生み出すと予想されるキャッシュフローを他の同程度のリスクを持つ証券の期待収益率で割り引くことによって求められる。この考え方があるからこそ、様々な株主が同じ企業に投資し、その業務運営を経営者に委ねるという株式会社の仕組みが成り立つのである。経営者が NPV を生み出す事が、株主の利益につながるので、株主は「現在価値の最大化」を求める。

2. 資本資産価格モデル（CAPM）

この理論は投資家がリスクをとる際に上乗せする収益率と、分散投資によって取り除く事が出来ないリスクを単純化して捉えたものである。競争的な市場において、期待リスクプレミアム（市場収益率と財務省収益率の差）はベータ（市場に対しどれほど反応するか
の尺度）に比例するというものである。

3. 効率的な資本市場

証券の価格は利用可能な情報を正確に反映し、新しい情報が入ってくれば直ちに反応するというものである。この考え方は単に裁定機会はなく、証券価格は資産に内在する真の価値を反映するという事を示している。

➤ 3 つの効率的資本市場理論：「利用可能な情報」の定義で分類

①ウィーク・フォーム（ランダム・ウォーク理論）

過去の価格に関する全ての情報が価格に反映される

②セミストロング・フォーム

公表されている全ての情報が価格に反映されている

③ストロング・フォーム

得られる全ての情報が反映されている

4. 価値の加法性と価値保存の法則

この原理は全体の価値は各部分の価値合計に等しいというものである。仮に企業 A と企業 B があり、その 2 社が合わさっても、各企業の CF が増加しない限り、価値は上がらないという事を示し、多角化を目的とした合併は無利益という事である。

5. 資本構成の理論

前節の価値の加法性と価値保存の法則に則れば、キャッシュフローの減法の際にも同じ法則が働かなければならない。よって営業キャッシュフローを分解するような意思決定は企業全体の価値に影響しない。これは MM 理論の第一命題である「完全市場において企業価値は企業の資金調達は無関係である」という理論の基本的な考え方である。つまりどのような資金調達を行っても、生み出されるキャッシュフローが変わらなければ、企業の価値は変化しない。また負債は、借り入れる事で法人税のかかる節税効果を与える。加えて負債水準が高ければ、経営者は危機感を感じ、より厳しい経営を行う可能性もある。しかし、負債の水準が高ければ、財務上の困難にもつながる。

6. オプション理論

ファイナンスの世界では、「オプション」は現在取り決められている一定の条件で将来取引出来る機会を意味する。関連する変数はオプションの行使価格と行使期間、原資産のリスク、金利である。Black と Scholes はそれらを使える公式の形にした。

7. エージェンシー理論

株主は経営者が企業の価値最大化する事を望んでいるが、経営者が必ずしも株主のために活動しているとは言えない。そこには情報の非対応性があり、またモニタリングコストやボンディングコストが生じる。

米国では企業の所有権は広く分散しているので、単独株主が経営者をチェックしたり、懲戒処分にすることが出来ない。したがって経営者の能力を相応に発揮させるため、会社は経営者の報酬を彼らが付け加えた価値に関連づけられたものにしようとしている。ただし、株主の利益を無視し続ければ、会社が乗っ取られ、経営者は放り出される。

米国以外のいくつかの国は少数の主要株主が所有している場合があり、所有と経営の距離があまり離れていない。ドイツでは、大株主である一族や会社、銀行は経営トップの計画や意思決定を内部者として調べる事が出来る。また必要であれば、改革を行わせる事が出来る場合が多く、敵対的買収は稀である。

35.2 課題：ファイナンス理論における 10 の未解決問題

1. プロジェクトのリスクと現在価値を決めるものは何か

同じ産業にいながら経済的レントを獲得する企業とそうでない企業が存在するのはなぜか。その源泉は何にあり、どのくらいの間競争優位性をもつのか。プロジェクトリスクの評価は営業レバレッジ（変動費と固定費の関係）やプロジェクトのキャッシュフローが大きな手がかりとなるが、一般的な方法論はなく、経験や勘の部分が多い。

➤ 11.3 経済レント

資本コストを超える利益は経済的レントと言う。Michael Porter はどの産業が持続的に経済的レントを生み出すかどうかのポイントとして 5force 分析を提唱。また彼は費用面での優位性、製品の差別化、ニッチ分野（小さい市場、特定にニーズ、客層）への特化も必要と述べている。

2. リスクとリターンの他に欠けているものは何か

有効である CAPM もまだ統計的にも理論的にも問題がある。統計的な問題は、資本資産価格モデルは決定的に証明、あるいは反証する事が難しいモデルである。しかしこれはモデルの問題ではなく、方法の問題化もしれない。また Fame と French が期待された期待収益率は企業規模と株式の簿価/時価比率に関連しているという説明したが、説明はさせていない。理論面は投資家の様々な嗜好を網羅出来ていない。CAPM は不完全であるものの、リスクとリターンを結びつける有効な考えである。また基本的に分散可能リスクは問題ではない。

3. 効率的市場理論の例外と考えられる事例はどのくらい重要か

効率的市場理論は強力であるが例外もある。その例外を市場は非効率であると説明する学者もいれば、人間行動の重要な側面を無視していると考える学者もいる。また株価は投機的なバブルを生じがちと主張する学者も存在している。

4. 経営陣はオフバランス（B/S に計上されない活用されている資産）の負債か

クローズド・エンド型のファンドは資産が普通株式のポートフォリオのみで構成されている企業である。これらの株式価値がわかれば企業の価値もわかりそうであるが実際はそうではない。この企業の株式はファンドを構成するポートフォリオの価値よりかなり低い価格で売られている事が多い。この理由は説明していない。その理由の 1 つは経営陣が付け加える価値が経営のコストより小さい事が考えられる。

多くの企業では経営者と従業員は株主と債権者と共に投資する。人的資本は内部者が、資金については外部者が投資している。これまでこのような協調的な投資が、どのように行われているか、まだ説明されていない。

5. 新しい証券や新しい市場の成功をどのくらい説明できているのか

新しい証券は投資家がリスクに保険をかけたり、税制や規則の変更により作り出されてきた。様々な証券を発行したり、取引するコストに変化が生じたため、新しい市場が発展する事もある。それを踏まえてもなぜ、投資銀行は複雑で新しい証券を作り続け、うまく売り出せているのであろうか。

6. 利益還元政策論争はどこまで解決できるか

株主への利益還元には配当と自己株取得があるが、これらがどのようなシグナルを与えるかは受け取る側によって様々である。

➤ 中間派：企業の価値は配当政策により影響を受けないと考えている人々

7. 企業が負うべきリスクは何か

リスク管理のポイントはリスクを減らす事ではなく、価値を増やす事にある。企業が負うべきリスクは何で、その水準がどれくらいなのかはまだ議論の余地を残している。

8. 流動性の価値とは何か

現金を保有する事は、NPVは負かゼロのいずれかである。しかし現金には財務省証券以上の流動性があるため、金利の損失を相殺すると考えている人々もいる。均衡においては現金の追加的な流動性の限界的な価値が財務省証券と等しくなければならない。現金保有者にとって限界価値は保有の規模に伴って低下するが、現金の流動性の価値算出や、どの程度調達すべきかわかっていない。また調達方法も様々存在している。また社債と証券の価格の差も流動性の差であるが、どれほどの差であるかはわからない。

9. 我々は合併ブームをどのくらい説明できるのか

合併ブームで特定の事案を取り上げ、それについての意味を探することは可能であるが、一般化は出来ていない。しかし合併ブームも、ファイナンス界の流行もカスケードが要因であると考えられる。

10. 金融構造の国際的な違いをどのくらい説明できているだろうか

金融構造であるビジネス法形態、所有、ガバナンス、資本調達には重要な国際的な違いがある。米国や英語圏諸国では大規模な企業は公開企業として組織され、株式は活発に売買され、所有権は分散しており、金融市場へのアクセスは比較的容易である。その他の諸国では、ビジネスはより閉鎖的な形で保有され、所有者が経営方針に口を出す事が多い。資金調達において銀行の役割が大きく、事業進捗をモニタリングしている。また多くの国で資金余剰から資金不足へ配分できるように多角化したコングロマリットの形態である。しかしなぜこれほどの形態があるのか、詳しくはわかっていない（法制度と政治の仕組みは示唆）。またどの制度が効率的かどうかはまだわかっていない。